

经济增速稳定、价格低位运行、可能非对称降息

——2023年12月经济指标预测

核心要点:

一、预测数据更新:

1. 美国利率与美元指数快速下行: 10年期美国国债收益率年末值收于3.88%，相比10月19日峰值4.98%回落110BP；同期中国10年期国债到期收益率从2.72%回落至2.56%；对应中美利差从-220BP的倒挂程度收窄到-130BP。美元指数年末值降至101.38，相比10月3日的峰值107.07明显回落，对应USDCNY从7.3以上回到7.1以内。

2. 考虑到“有效需求不足，部分行业产能过剩”的情况，2024年上半年CPI与PPI可能都会延续低位运行状态。预测2023年12月CPI为-0.2%（前值-0.5%）、PPI为-2.7%（前值-3.0%），降幅收窄但仍为负值。

3. 考虑到2023年四季度以来中国PMI的建筑业指数显著上升，提升2023Q4实际GDP预测值至5.5%。预测12月工业增加值增速为6.0%；预测全年固定资产投资增速为2.7%，房地产开发投资增速为-9.5%。预测全年社零增为7.2%；12月和全年出口增速预测为2.7%和-4.6%。

4. 预测2024年1月可能非对称降息。2023年12月国有银行下调存款利率，2023年8月之后两轮存款降息有利于维护商业银行利润，为LPR进一步调降创造条件。同时全球利率显著回落，国内价格指数持续为负，也为降息提供了可行性与必要性。预计2024年1月MLF有可能再次调降10BP，同时LPR非对称降息。

二、高频数据:

1. 美元指数下行，人民币升值，布伦特原油价格下跌。截至1月1日，美元指数下降，录得101.3220。人民币汇率上涨，12月29日录得7.0920。12月29日，美国10年期国债收益率下跌4.98pct至3.88%；2年期国债收益率向下波动到4.23%。黄金价格上浮，12月28日录得2078.40美元/盎司。LEM铜价保持稳定，12月29日为8476美元/吨；布伦特原油价格下跌至77.80美元/桶。CRB现货指数录得543.59。

2. 价格整体平稳，房地产销售有所恢复。价格方面，螺纹钢类保持平稳，焦煤焦炭下跌。铁矿石、螺纹钢、热轧卷板等价格保持平稳；焦煤和焦炭价格下跌4.1%和3.4%。房地产方面，12月31日30大中城市商品房成交面积上升20.2%至378.35万平米。1月1日上海商品房成交面积录得14129.93平米，成交均价录得57291.53元。航运方面，中国出口集装箱运价指数(CCFI)上涨。通胀方面，肉价下跌、果蔬价格持续上涨。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

风险提示:

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险
3. 地缘政治的风险

宏观日历

日期	事件或数据
1月1日（周一）	-
1月2日（周二）	1. 中国12月财新制造业 PMI 2. 欧元区12月制造业 PMI 3. 美国12月 Markit 制造业 PMI、11月营建支出月率
1月3日（周三）	1. 美国12月 ISM 制造业 PMI
1月4日（周四）	1. 欧元区12月服务业 PMI 2. 美国12月 Markit 服务业 PMI、12月 ADP 就业人数
1月5日（周五）	1. 欧元区12月 CPI、11月 PPI 2. 美国12月失业率、ISM 非制造业 PMI
1月6日（周六）	-
1月7日（周日）	-
1月8日（周一）	1. 欧元区12月工业景气指数、消费者信心指数、经济景气指数
1月9日（周二）	1. 欧元区11月失业率 2. 美国12月 NFIB 小型企业信心指数
1月10日（周三）	1. 美国11月批发销售月率
1月11日（周四）	1. 美国至1月10日10年期国债竞拍得标利率和投标倍数 2. 美国12月 CPI
1月12日（周五）	1. 美国12月 PPI
1月13日（周六）	-
1月14日（周日）	-

资料来源：Wind，金十数据，中国银河证券研究院

一、预测更新

最新预测如表 1 所示，与上一次预测（11 月 6 日预测，如表 2）对比，明显调整主要有 5 个方面：

1. 2023 年四季度中美利率同步下降，中美利差倒挂从-220BP 收窄至-130BP：

由于美联储加息周期结束，10 年期美国国债收益率年末值收于 3.88%，相比 10 月 19 日峰值 4.98% 回落 110BP；同期中国 10 年期国债到期收益率也是从 2.72% 回落至 2.56%；对应中美利差从-220BP 的倒挂程度收窄到-130BP。这有助于中国金融账户的净流出状态缓解。但由于中美利差仍为倒挂状态且在 2024 年将持续，因此中国金融账户要转为净流入状态还需要等待。

2. 美元指数回落，人民币汇率升值。美元指数年末值降至 101.38，比 10 月 3 日的峰值 107.07 明显回落；对应 USDCNY 从 7.3 以上回到 7.1 以内。

3. CPI 和 PPI 持续低位，反映国内“有效需求不足，部分行业产能过剩”。

四季度制造业 PMI 在 9 月短暂站上 50.2% 之后连续回落，同期 PPI 降幅扩大，CPI 连续回落且再次转负，主要反映供过于求的状况有所加剧。从 PMI 分项指数可以看到，制造业 PMI 生产指数保持扩张但新订单指数持续收缩；原材料购进价指数扩张但出厂价指数继续收缩。服务业投入价格和销售价格指数也都在继续下降。这些都是供过于求加剧的信号。预测 12 月的 CPI 为-0.2%（前值-0.5%）、PPI 为-2.7%（前值-3.0%），降幅都有所收窄但仍为负值。

4. 预测 2024 年 1 月有非对称降息，1 季度再次降准。2023 年 12 月国有大行相继宣布下调存款利率，这是 2023 年第三轮存款利率下调，本轮下调幅度较大，短期存款利率也出现下调，利率曲线全面下移。根据过往经验，国有大行之后，中小银行会陆续跟进。2023 年 8 月之后的两轮存款降息有利于维护商业银行合理利润，为 LPR 进一步调降创造条件，预计 2024 年 1 月很可能再次调降 MLF 约 10BP，同时 LPR 非对称降息。当前 MLF 余额为 7.1 万亿处于历史高位，叠加年初商业银行信贷投放季节性上升，以及政府债券的密集发行，一季度央行可能再次降准呵护狭义流动性合理充裕。

5. 预计 2023Q4 实际 GDP 增速为 5.5%，2024 年 GDP 增速呈现“横盘运行”。

2023 年四季度以来中国制造业 PMI 与服务业 PMI 都连续低于临界值。但建筑业 PMI 却逆势上行，特别是 12 月建筑业新订单指数、从业人员指数都站上临界值，可能体现了房地产政策优化或逆周期调节政策的发力，且逆周期政策具有明显的“就业优先”特征。因此提高 12 月工业增加值预测至 6.0%，上调全年固定资产投资增速预测至 2.7%，预测全年房地产开发投资增速预测为-9.5%。但下调全年社零增速至 7.2%，下调 12 月和全年出口增速预测至 2.7% 和-4.6%。综合之下，上调四季度实际 GDP 预测至 5.5%，上调全年实际 GDP 预测至 5.4%。2024 年，中国经济仍然处于房地产调整与新动能成长的对冲期。主要上行动力来自于基建投资实现两位数增长、“三大工程”补充之下房地产投资持续收窄降幅、二季度出口转正、三季度 PPI 转正之后制造业投资开始加速、四季度居民对收入与房价的预期改善之后消费的进一步恢复等。全年 GDP 增速可能呈现“横盘运行”状态，具体可参考 12 月 6 报告《变局·重构——2024 年中国经济展望》。

表 1: 2024 年 01 月 02 日预测 (%)

分类	指标	月度预测						季度预测				年度
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.97	4.09	4.59	4.88	4.37	3.88	3.48	3.70	4.59	3.88	3.88
	中国10年期国债收益率	2.66	2.56	2.67	2.69	2.67	2.56	2.85	2.65	2.67	2.56	2.56
	美元指数	102.2	103.2	106.2	106.7	103.5	101.4	102.1	102.9	106.2	101.4	101.4
	USDCNY即期	7.14	7.29	7.30	7.31	7.13	7.09	6.76	7.24	7.30	7.09	7.09
通胀率	CPI: 当月同比	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.2	1.3	0.2	-0.1	-0.3	0.3
	PPI: 当月同比	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-1.6	-4.5	-3.3	-2.8	-3.1
货币 金融	M1: 同比	2.3	2.2	2.1	1.9	1.3	1.5	5.9	3.1	2.1	2.2	1.5
	M2: 同比	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	10.1	12.8	11.3	10.3	10.3	10.1
	社会融资存量: 同比	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	9.6	9.7	9.0	9.0	9.6	9.6
	社会融资规模新增(万亿元)	0.53	3.12	4.12	1.85	2.45	2.20	14.5	7.00	7.79	6.49	35.80
	信贷新增(万亿元)	0.35	1.36	2.31	0.74	1.09	1.10	10.60	5.12	4.02	2.80	22.60
进出口	出口(美元值): 当月同比	-14.5	-8.8	-6.2	-6.4	0.5	2.7	0.5	-4.7	-9.8	-1.1	-4.6
	进口(美元值): 当月同比	-12.4	-7.3	-6.3	3.0	-0.6	0.9	-7.0	-6.5	-8.6	1.1	-5.4
	贸易差额(亿美元): 当月值	806	681	778	565	680	750	2034	2236	2263	1923	8231
国内 经济	制造业PMI: %	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.0	3.0	4.5	4.2	5.7	4.4
	社会消费品零售总额: 当月同比	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.3	5.8	10.7	4.2	8.3	7.2
	固定资产投资: 累计同比	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	2.7	5.1	3.8	3.1	2.7	2.7
	——制造业投资	5.7	5.9	6.2	6.2	6.3	6.2	7.0	6.0	6.2	6.2	6.5
	——房地产开发投资	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.5	-5.8	-7.9	-9.1	-9.5	-9.5
	——基础设施建设投资	5.8	6.4	6.2	5.9	5.8	5.7	10.8	7.2	6.2	5.7	5.7
GDP	实际GDP同比		-			-		4.5	6.3	4.9	5.5	5.4
	名义GDP同比							5.5	4.8	3.5	4.6	4.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注意: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

表 2: 2023 年 12 月 03 日预测 (%) (来源: 部分经济数据可能短期回落——热点与高频 20231203)

分类	指标	月度预测						季度预测				年度
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.97	4.09	4.59	4.88	4.37	4.30	3.48	3.70	4.59	4.30	4.30
	中国10年期国债收益率	2.66	2.56	2.67	2.69	2.67	2.72	2.85	2.65	2.67	2.72	2.72
	美元指数	102.2	103.2	106.2	106.7	103.5	104.0	102.1	102.9	106.2	104.0	104.0
	USDCNY即期	7.14	7.29	7.30	7.31	7.13	7.15	6.76	7.24	7.30	7.15	7.15
通胀率	CPI: 当月同比	-0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.6	1.3	0.2	-0.1	0.1	0.3
	PPI: 当月同比	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-2.9	-2.7	-1.6	-4.5	-3.3	-2.7	-3.0
货币 金融	M1: 同比	2.3	2.2	2.1	1.9	2.1	2.2	5.9	3.1	2.1	2.2	2.2
	M2: 同比	10.7	10.6	10.3	10.3	10.2	10.3	12.8	11.3	10.3	10.3	10.3
	社会融资存量: 同比	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	9.6	9.7	9.0	9.0	9.6	9.6
	社会融资规模新增(万亿元)	0.53	3.12	4.12	1.85	2.00	2.00	14.5	7.00	7.79	5.84	35.18
	信贷新增(万亿元)	0.35	1.36	2.31	0.74	1.30	1.50	10.60	5.12	4.02	3.53	23.28
进出口	出口(美元值): 当月同比	-14.5	-8.8	-6.2	-6.4	1.5	4.4	0.5	-4.7	-9.8	1.3	-4.2
	进口(美元值): 当月同比	-12.4	-7.3	-6.3	3.0	2.3	0.9	-7.0	-6.5	-8.6	-0.8	-5.1
	贸易差额(亿美元): 当月值	806	681	778	565	650	800	2034	2236	2263	2015	8290
国内 经济	制造业PMI: %	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	-	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	3.7	4.5	4.5	4.6	4.8	5.0	3.0	4.5	4.2	4.8	4.1
	社会消费品零售总额: 当月同比	2.5	4.6	5.5	7.6	12.4	7.3	5.8	10.7	4.2	9.0	7.4
	固定资产投资: 累计同比	3.4	3.2	3.1	2.8	2.5	2.5	5.1	3.8	3.1	2.5	2.5
	——制造业投资	5.7	5.9	6.2	6.2	6.1	5.7	7.0	6.0	6.2	5.7	6.2
	——房地产开发投资	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.7	-10.0	-5.8	-7.9	-9.1	-10.0	-10.0
	——基础设施建设投资	5.8	6.4	6.2	5.9	5.8	5.9	10.8	7.2	6.2	5.9	5.9
GDP	实际GDP同比					-		4.5	6.3	4.9	5.2	5.2
	名义GDP同比							5.5	4.8	3.5	4.3	4.4

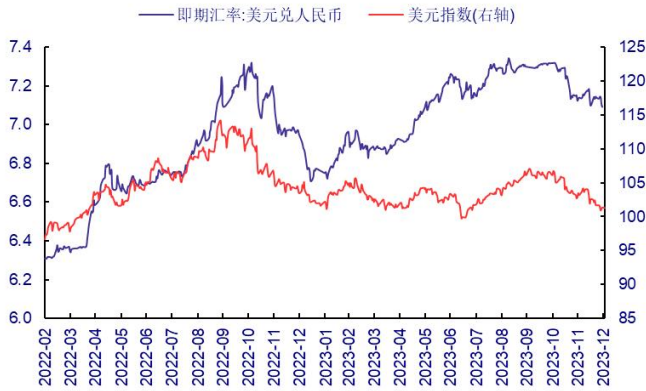
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注意: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

二、高频数据

(一) 海外资产

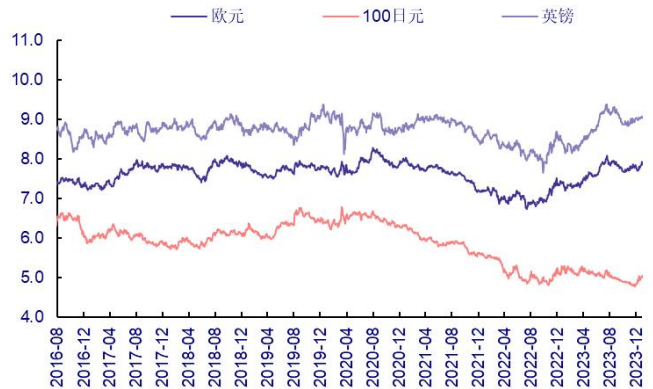
截至1月1日，美元指数下降，录得101.3220。人民币汇率上涨，12月29日录得7.0920；离岸人民币1月1日录得7.1246。12月29日，美国10年期国债收益率下跌4.98pct至3.88%；美国2年期国债收益率向下波动到4.23%的水平。黄金价格上浮，12月28日录得2078.40美元/盎司。LEM铜价保持稳定，12月29日为8476美元/吨。12月29日布伦特原油价格下跌至77.80美元/桶。CRB现货指数录得543.59。

图1：美元指数与 USDCNY



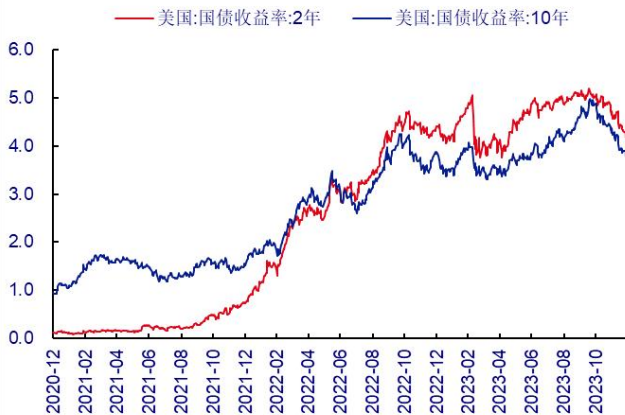
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：离岸人民币与美元指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美国10年期、2年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：美国10年期TIPS收益率与伦敦黄金价格（%，美元/盎司）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5: LME 铜价 (美元/吨)

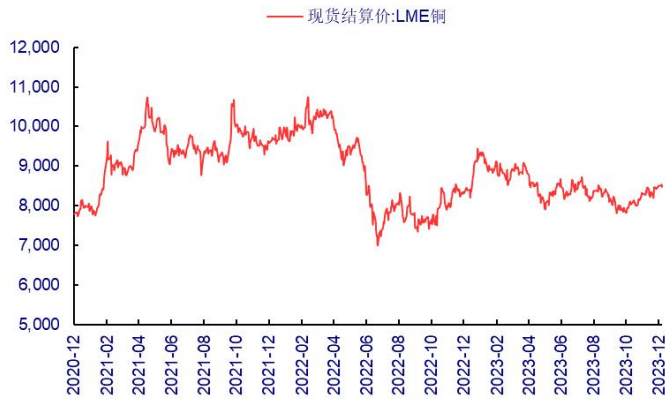
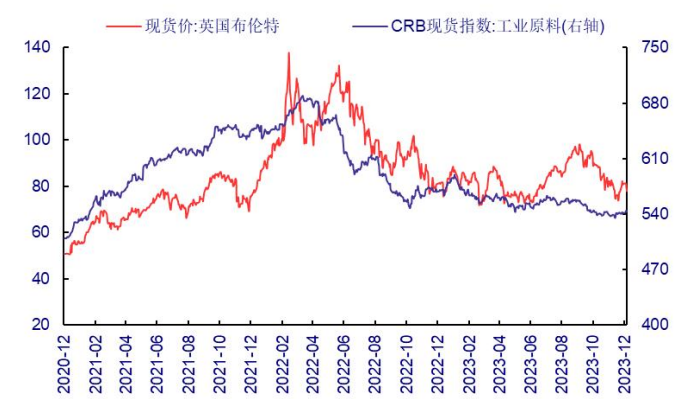


图 6: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 价格

价格方面, 螺纹钢类保持平稳, 焦煤焦炭和纯碱下跌。线材价格上涨 2.4% 至 4250 元/吨; 铝价格上涨 1.77% 至 19505 元/吨; 铁矿石、螺纹钢、热轧卷板、阴极铜和玻璃价格保持平稳, 分别为 979、4002、4114、68920 和 1913 元/吨; 全国水泥价格指数录得 113.37; 不锈钢和硅铁价格下跌 1.7% 和 3.1%, 分别为 13680 和 6656 元/吨; 焦煤和焦炭价格下跌 4.1% 和 3.4%, 分别为 1887.5 和 2491.5 元/吨; 纯碱价格下跌 6.24% 至 2044 元/吨。

图 7: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)

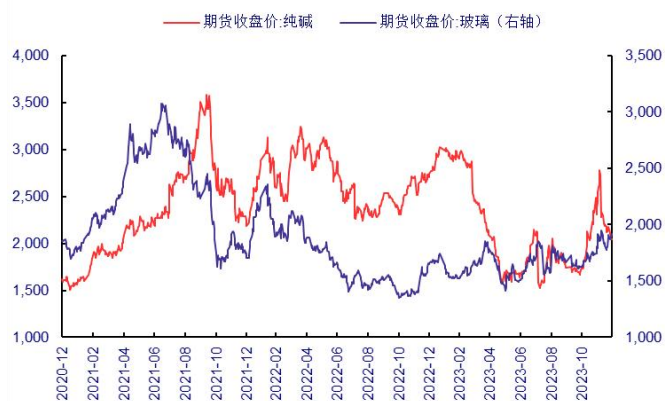


图 8: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9：全国水泥价格指数（点）



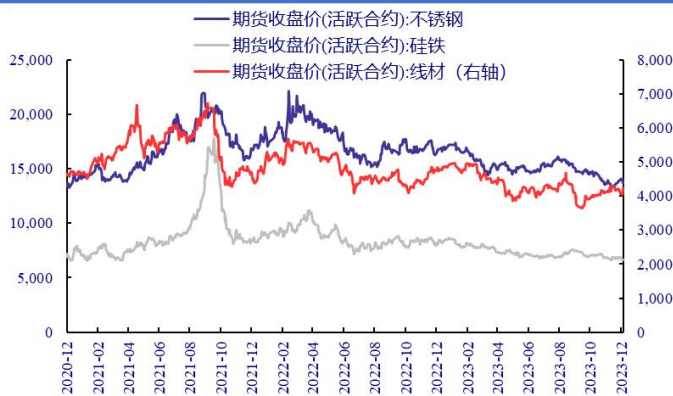
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：螺纹钢、热轧卷板和铁矿石价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：不锈钢，硅铁和线材价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：阴极铜和铝价



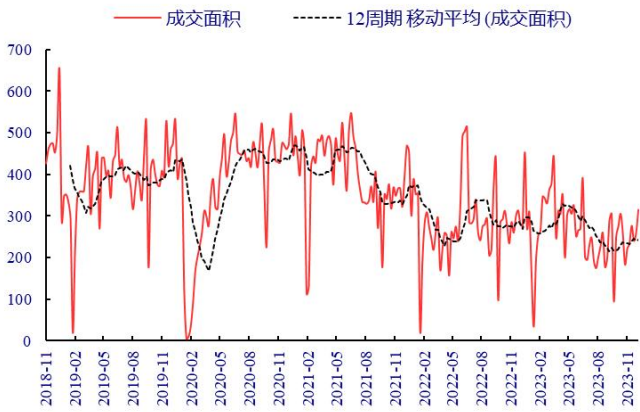
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）消费与生产

消费方面，房地产销售有所回升。12月31日30大中城市商品房成交面积上升20.2%至378.35万平方米。1月1日上海商品房成交面积录得14129.93平方米，成交均价录得57291.53元。

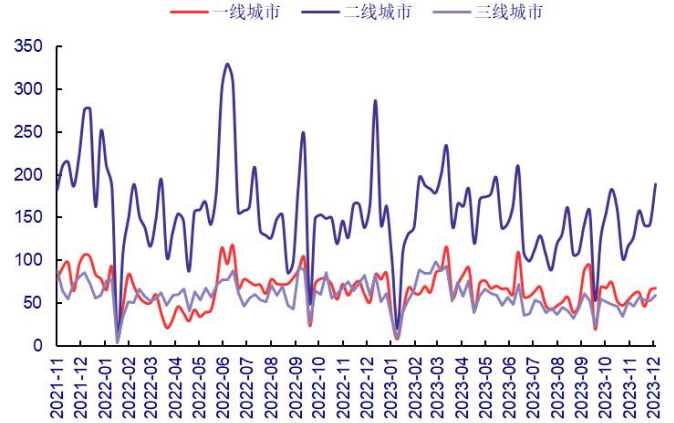
生产方面，12月29日唐山高炉开工率下跌0.96pct至92.77%；聚氯乙烯开工率上涨1.95pct至76.99%；12月28日全国全钢胎开工率下降13.71pct至49.74%；半钢胎开工率下跌0.91pct至71.62%；12月27日全国石油沥青装置开工率下跌2.80pct至31.30%。

图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



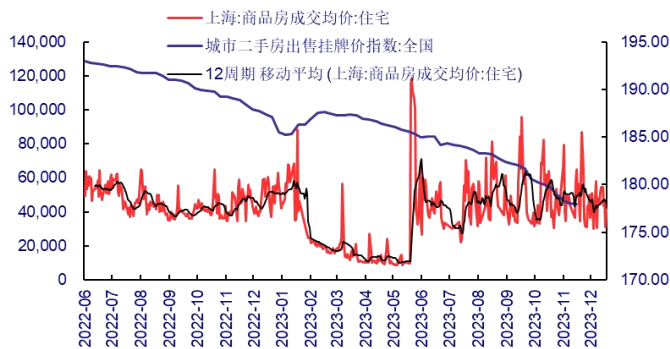
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 30 大中城市商品房成交面积:分城市 (万平方米)



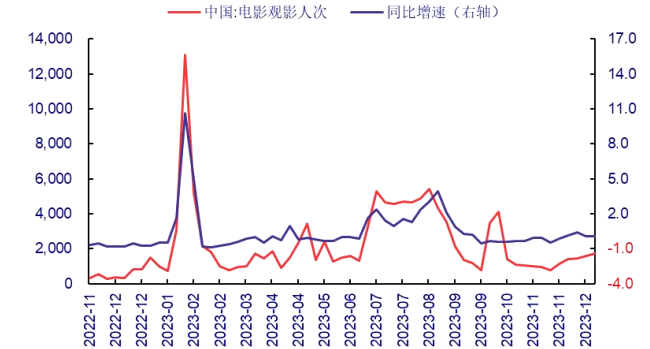
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 上海商品房成交价、全国二手房挂牌指数 (元/平米, 点)



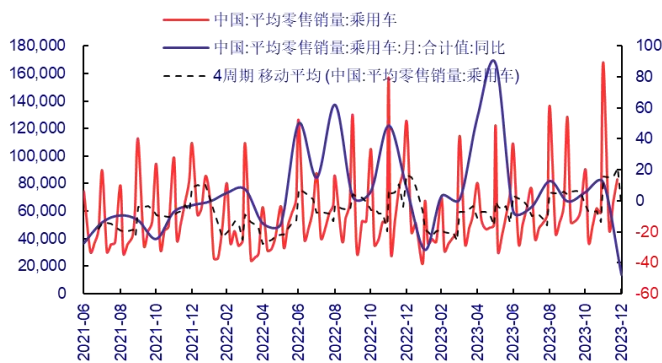
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 16: 电影观影人次



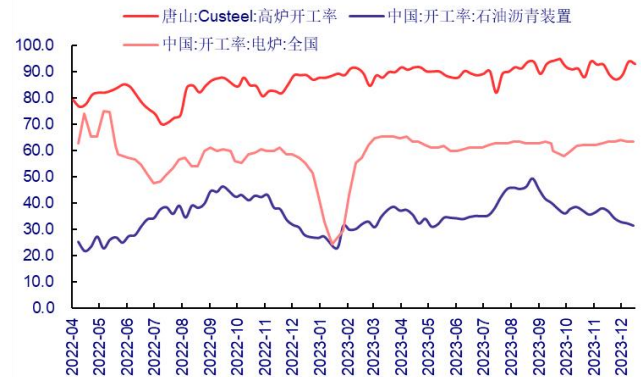
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 乘用车销售 (辆, %)



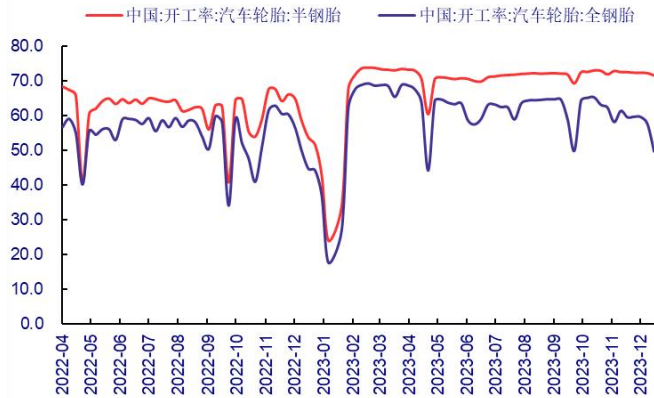
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 唐山高炉开工率、石油沥青开工率、电炉开工率 (%)



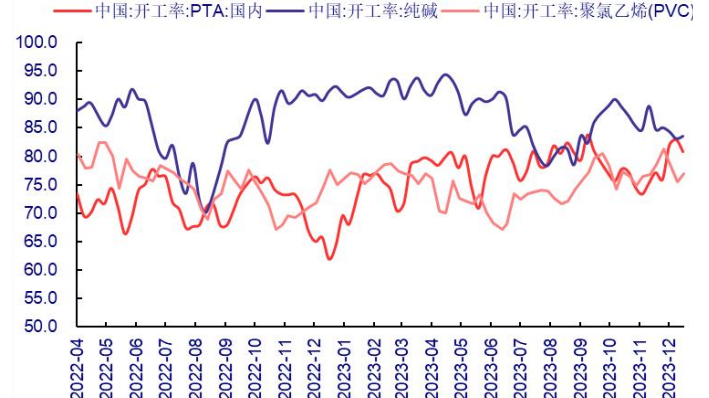
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 半钢胎、全钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: PTA、纯碱、PVC 开工率 (%)

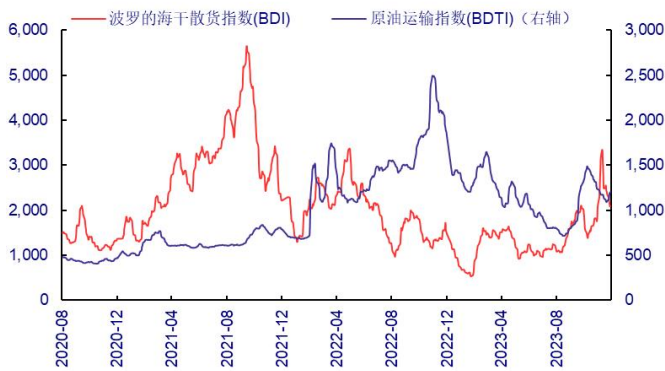


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 交通运输

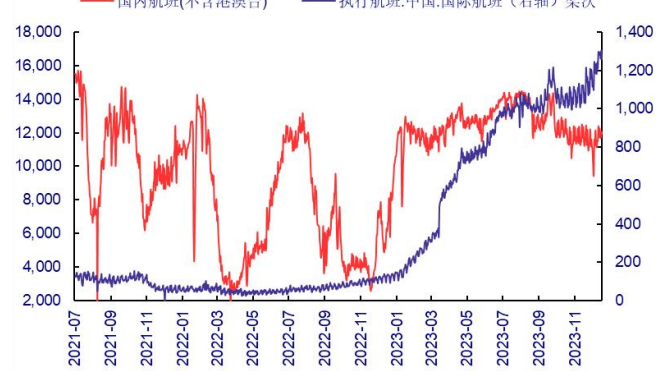
航运方面, 中国出口集装箱运价指数(CCFI)上涨。12月31日国内执行航班架次下降 5.89%至 11226 架; 国际执行航班架次上涨 3.11%至 1325 架。12月29日中国出口集装箱运价指数(CCFI)录得 909.19。12月31日整车货运流量指数录得 103.47。

图 21: 波罗的海运费指数: 干散货指数(BDI)与原油指数(BDTI)



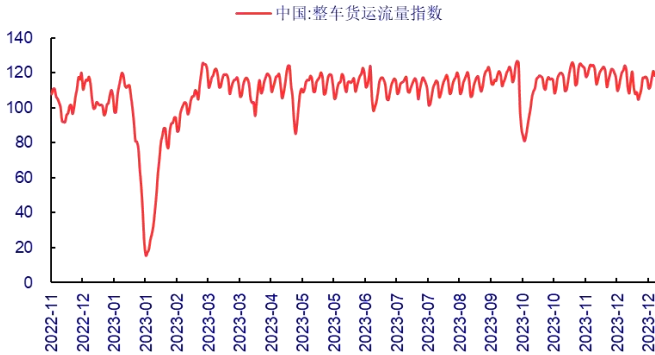
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 执行国内航班数与国际航班数



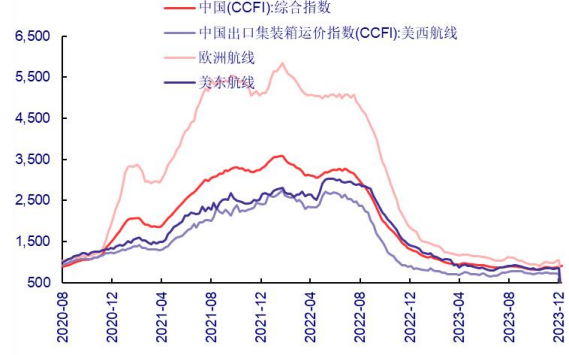
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 整车货运流量指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)

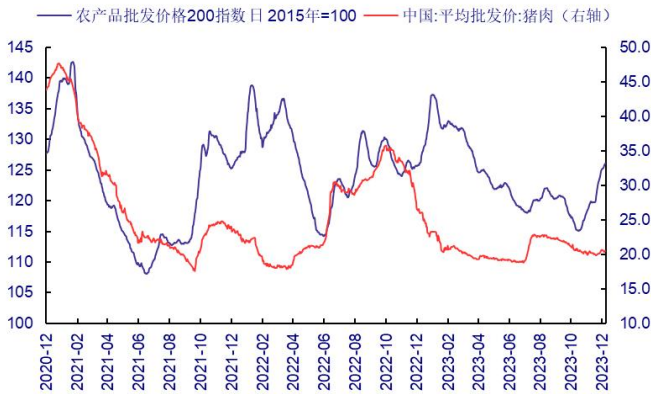


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 通胀

通胀方面,肉价下跌、果蔬价格持续上涨。1月1日农产品批发价格200指数为126.08。12月29日,猪肉价格下跌至20.45元/公斤;28种重点蔬菜的平均批发价为5.21元/公斤;7种重点监测水果的平均批发价为7.20元/公斤。

图 25: 农产品价格 200 指数与猪肉批发价 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014 年第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016 年第 14、15 届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn